

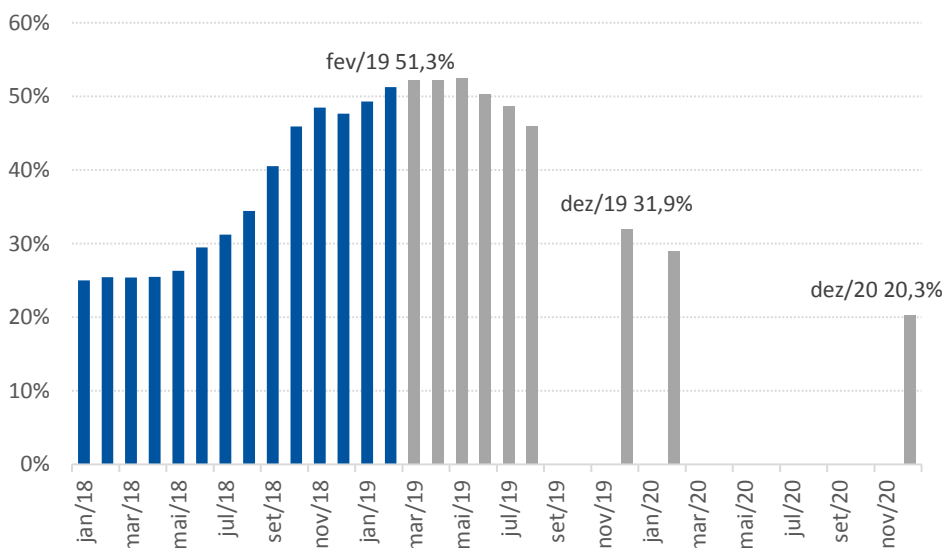
## Argentina: aversão à volatilidade cambial deve continuar norteando a política econômica.

Constantin Jancsó

**Mais uma vez, frustraram-se as expectativas de estabilização e refluxo da inflação na Argentina.** A inflação ao consumidor voltou a surpreender para cima em fevereiro, atingindo alta de 3,8% no mês e 51,3% em 12 meses. Como seria de se esperar, o repasse da desvalorização do peso em 2018 tem sido um fator determinante para a dinâmica da inflação. Mas os números também refletem a concentração de reajustes de preços regulados no início do ano.

**No acordo com o FMI (Fundo Monetário Internacional), a Argentina se comprometeu com um esforço fiscal equivalente a 2,6% do PIB para zerar o déficit primário em 2019.** Desse ajuste, o governo espera obter cerca de 0,5% do PIB com a redução de subsídios públicos nas tarifas de energia, água e transportes públicos. Para maximizar o impacto fiscal, os reajustes de preço foram concentrados nos primeiros meses do ano. Como benefício adicional, com a antecipação, evita-se também que os reajustes ocorram na reta final da eleição.

**Gráfico 1: Expectativas de Inflação dos Analistas de Mercado (mediana) – Pesquisa REM**

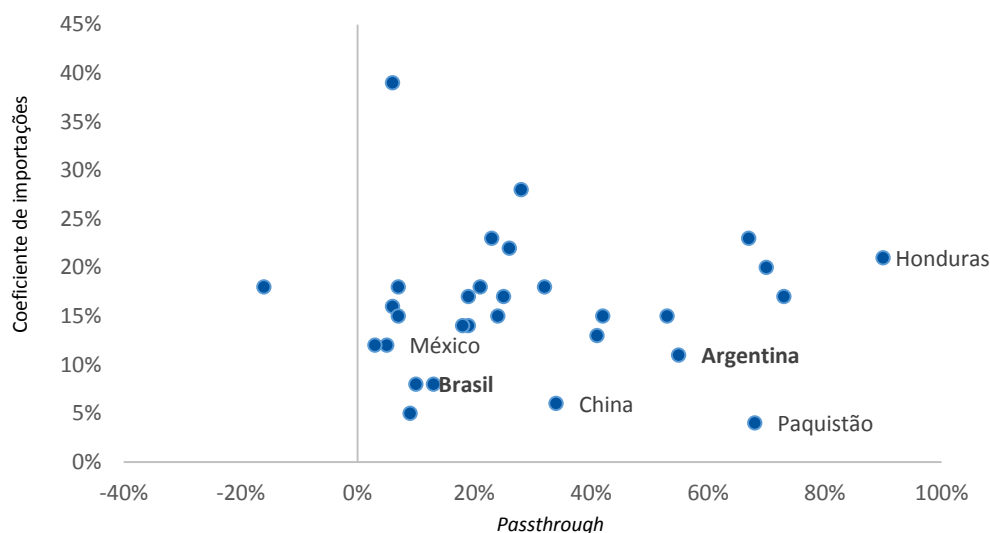


Fonte: BCRA

**Nossa projeção para a inflação em 2019 é de 32,4%, supondo taxa de câmbio de AR\$/US\$ 50 ao final do ano. Note que as projeções de inflação para a Argentina são particularmente sensíveis à hipótese de câmbio, pois o *pass-through* da variação cambial para a inflação é muito elevado.** Nesse sentido, Carrière-Swallow, Gruss, Magud e Valencia<sup>1</sup> estimam o coeficiente de *pass-through* da Argentina em 12 meses em 0,55. Ou seja, para cada 10% de depreciação cambial, tudo mais constante, espera-se alta da inflação de 5,5 pontos percentuais ao final de 12 meses. Como mostra o gráfico, de uma amostra de 30 economias emergentes, o repasse na Argentina está entre os mais elevados apesar de o coeficiente de importações do país ser relativamente baixo. A título de comparação, o repasse do Brasil em 12 meses foi estimado no mesmo estudo em 0,10.

<sup>1</sup> Yan Carrière-Swallow, Bertrand Gruss, Nicolás E. Magud, and Fabián Valencia, *Monetary Policy Credibility and Exchange Rate Pass-Through*, 2016, IMF Working Paper WP/16/240

Gráfico 2: Passthrough x Importações/PIB – Países emergentes

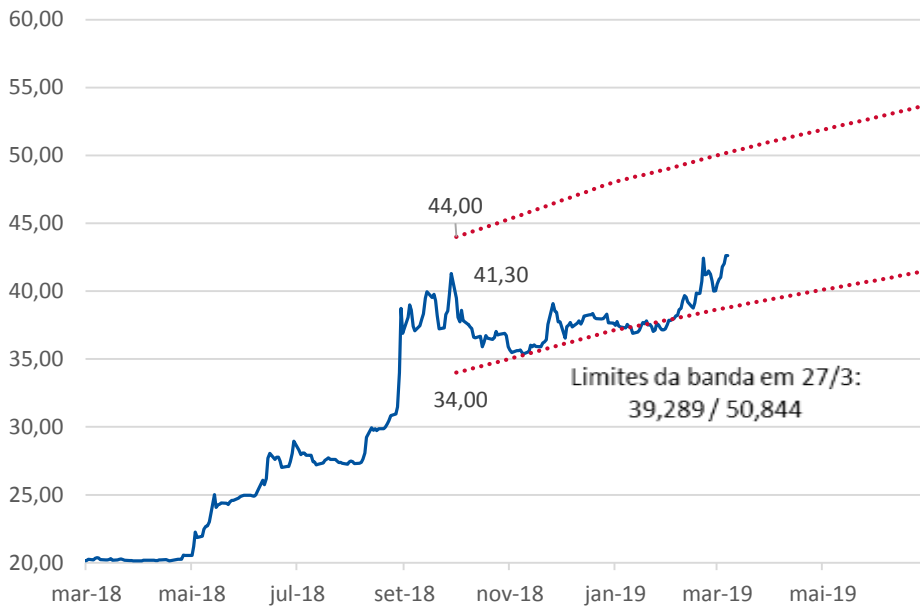


Fonte: Bradesco, com base em resultados de Carrière-Swallow, Gruss, Magud e Valencia (2016)

O *passthrough* elevado argentino se traduz em forte intolerância a flutuações cambiais (conhecido na literatura econômica como *fear of floating*). O próprio acordo entre Argentina e FMI dá tratamento especial ao câmbio. De um lado, como é praxe nos programas do Fundo, a Argentina se comprometeu com metas fiscais rigorosas. Mas os demais componentes do tripé de políticas econômicas - que tem sido a base das recomendações do FMI nas últimas décadas - foram deixados de lado. Em vez de câmbio flutuante, o fundo permitiu que a Argentina implementasse a banda cambial de não-intervenção. E em vez de metas de inflação, a Argentina adotou um regime de metas quantitativas de moeda e juros flutuantes.

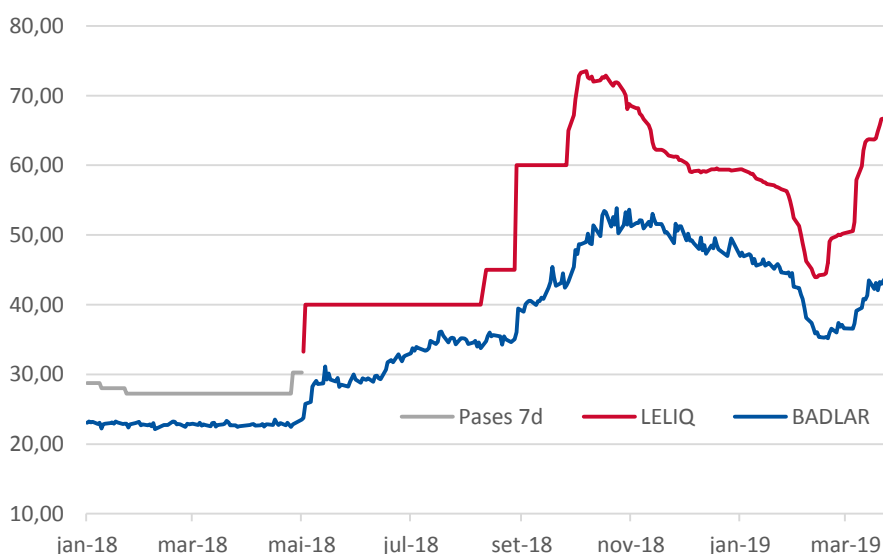
A banda de não intervenção cambial foi estabelecida a partir de outubro do ano passado, por ocasião da revisão do acordo, juntamente com o regime de metas monetárias. Inicialmente, a Argentina se comprometeu a permitir a flutuação do peso dentro do intervalo de AR\$/US\$ 34-44. Se o câmbio superasse o teto da banda, o BCRA estaria autorizado a vender até US\$ 150 milhões no mercado de câmbio, mas sem esterilizar o impacto monetário. Ou seja, a meta de base monetária seria automaticamente revisada para baixo pelo montante da intervenção, o que, tudo mais constante, implicaria na contração monetária e elevação do juro. A regra para atuação do BCRA com o câmbio abaixo do piso da meta só foi divulgada em janeiro: compras de até US\$ 50 milhões em leilão ao dia, com ajuste para cima da meta de base monetária, mas limitando o montante total de operações em cada mês a não mais do que o equivalente a 2% da meta de base monetária. Sob esta regra, o BCRA adquiriu US\$ 978 milhões em reservas entre 10/1/2019 e 13/2/2019.

Na prática, a banda funciona como um *crawling peg* típico dos regimes cambiais comuns nos anos 80 e 90, mas sem comprometimento com os limites da banda além da promessa de intervenção e o ajuste automático da meta de base monetária. Mudanças na velocidade de ajuste diário dos limites da banda - inicialmente de 3% ao mês - se tornaram instrumento de política monetária. O ajuste diário dos limites da banda foi reduzido para 2% ao mês no primeiro trimestre e para 1,75% no segundo trimestre. Inclusive, a redução da velocidade de ajuste no segundo trimestre foi uma das medidas anunciadas pelo governo imediatamente após a divulgação do dado de inflação de fevereiro, na semana passada. Apesar de mudanças na velocidade de ajuste dos limites da banda servirem como sinalização para a evolução dos preços, não se pode falar em ancoragem das expectativas, uma vez que o compromisso com os limites da banda é bastante tênue.

**Gráfico 3: Peso argentino e a banda de não-intervenção**

Fonte: Bloomberg e BCRA

**O desconforto com a depreciação cambial e a persistência da inflação das últimas semanas geraram forte reação da política econômica.** Além da redução do ritmo de ajuste da banda cambial de não-intervenção, o Banco Central anunciou que continuaria perseguindo a meta de crescimento zero da base monetária até o final do ano e sancionou forte elevação da taxa de juros. A taxa Leliq, determinada pelo Banco Central em leilões diários de liquidez havia caído de 60% ao final do ano passado para 43,9% em 14 de fevereiro. Nos últimos dias, voltou a ficar acima de 65% (ver gráfico).

**Gráfico 4: Taxas de Juro (%)**

Fonte: Bloomberg, Bradesco

**Além disso, mais uma vez, a Argentina convenceu o FMI a permitir mais intervenção no mercado de câmbio.** A partir de abril, o BCRA poderá oferecer até US\$ 60 milhões por dia ao mercado, totalizando US\$9,6 bilhões até o final do ano.

**Por trás de toda a volatilidade nos ativos argentinos, há a incerteza eleitoral.** Além da eleição para presidente, metade da Câmara de Deputados e um terço do Senado serão renovados em 27 de outubro e haverá eleições primárias abertas de cada aliança nacional (conhecidas como as eleições PASO) em 11 de agosto. Os resultados das PASO são considerados um importante teste de força dos candidatos. E por fim, as províncias argentinas realizarão eleição ao longo de todo (a Província e a Cidade de Buenos Aires, por exemplo, realizam eleições em setembro).

**Por enquanto, as pesquisas mostram empate técnico entre o Presidente Macri e a ex-Presidente Cristina Kirchner,** que advoga políticas mais intervencionistas na economia. O temor dos investidores é que o excesso de volatilidade cambial e uma depreciação mais acentuada do peso pressionem ainda mais a inflação. Além do impacto direto da inflação sobre a popularidade da política de ajuste econômico mais ortodoxo, há ainda o canal indireto, pois se o Banco Central for obrigado a manter a política monetária restritiva, também aumentam os riscos de que a recessão persista por mais tempo.<sup>2</sup> Nesse contexto, **o esforço da Argentina para evitar a instabilidade cambial deve continuar sendo um aspecto central da política econômica. O cenário, contudo, permanece altamente volátil.**

---

<sup>2</sup> A economia argentina sofreu contração de 6,2% no último trimestre de 2018 e de 2,5% em 2018 como um todo. Nossa projeção é de nova retração em 2019 (-1,6%), mas com a economia já apresentando sinais de recuperação no segundo semestre.

## Equipe Técnica

**Diretor de Pesquisas e Estudos Econômicos** Fernando Honorato Barbosa

**Economistas**

Andréa Bastos Damico / Ariana Stephanie Zerbinatti / Constantin Jancsó / Ellen Regina Steter Hanna Farath / Estevão Augusto Oller Scipilliti / Fabiana D'Atri / Igor Velecico / Leandro Câmara Negrão / Mariana Silva de Freitas / Myriã Tatiany Neves Bast / Priscila Pacheco Trigo / Rafael Martins Murrer / Robson Rodrigues Pereira / Thiago Coraucci de Angelis / Thomas Henrique Schreurs Pires

**Estagiários**

Ana Beatriz Moreira dos Santos / Camila Medeiros Tanomaru / Daniel Funari Fouto / Isabel Cristina Elias de Souza Oliveira / Lucas Maia Campos / Renan Bassoli Diniz / Thaís Rodrigues da Silva

[economiaemdia.com.br](http://economiaemdia.com.br)

---

O DEPEC – BRADESCO não se responsabiliza por quaisquer atos/decisões tomadas com base nas informações disponibilizadas por suas publicações e projeções. Todos os dados ou opiniões dos informativos aqui presentes são rigorosamente apurados e elaborados por profissionais plenamente qualificados, mas não devem ser tomados, em nenhuma hipótese, como base, balizamento, guia ou norma para qualquer documento, avaliações, julgamentos ou tomadas de decisões, sejam de natureza formal ou informal. Desse modo, ressaltamos que todas as consequências ou responsabilidades pelo uso de quaisquer dados ou análises desta publicação são assumidas exclusivamente pelo usuário, eximindo o BRADESCO de todas as ações decorrentes do uso deste material. Lembramos ainda que o acesso a essas informações implica a total aceitação deste termo de responsabilidade e uso. A reprodução total ou parcial desta publicação é expressamente proibida, exceto com a autorização do Banco BRADESCO ou a citação por completo da fonte (nomes dos autores, da publicação e do Banco BRADESCO)